

出版上市公司经营绩效分析*

●王文杰 谢杨梦薇

摘要: 本文选取了 11 家传统出版业的上市公司, 根据上市公司 2012 年第三季度的财务报告、沪深市场公开信息, 结合现今出版业的发展趋势, 对其经营绩效及相关财务状况进行较为全面的比较分析。传统出版公司经过 10 多年股份制改革和重组的历练, 经营状况比较稳定, 市场预期良好, 但在公司未来的成长能力、资金使用效率方面也存在一定的问题和隐患。

关键词: 传统出版 经营绩效 财务指标 市场预期

2011 年, 中共中央十七届六中全会提出要加快发展文化产业, 推动新闻出版业大发展大繁荣, 推动文化产业成为国民经济支柱性产业。与此同时, 新闻出版总署也出台了加快出版传媒集团改革发展的指导意见, 这对我国出版业是一个利好消息。

近几年来, 由于数字出版的急速发展, 传统出版业遭到一定程度的打击, 在美国颇有影响力的《基督教科学箴言报》更是自 2009 年 4 月起停止出版纸质日报, 成为美国首家以网络版替代纸质版日报的全国发行报纸。不少人因此预言纸质媒介将在未来会彻底被数字化媒介取代。

不可否认的是, 出版行业是文化产业不能忽视的重要组成部分, 出版行业通常的定义为: 主营图书、报刊等纸质媒介出版发行行业以及其他非新媒体的相关行业。本文主要选取图书类出版上市公司进行分析。截至 2011 年 12 月 31 日, 我国一共有书报刊出版上市公司 15 家, 发行类上市公司 6 家。^[1]在沪深上市的公司中, 本文选取所属证监会中类名称为“书、报、杂志、资料出版业”的上市公司为分析对象, 并特将近年来遭到股票停牌, 重大资产重

组失败、大股东和管理层频繁变动、股价暴跌等困境 ST 传媒剔除, 不予考虑, 以保证出版上市公司的行业平均水准能得到公平、公允的体现。此外, 鉴于香港股市和内地财务以及估值的不同, 不考虑在香港上市的新华文轩。

从行业发展趋势来看, 主攻纸质媒介的出版行业的表现可圈可点。2011 年全国出版图书 369523 种、期刊 9849 种、报纸 1928 种, 三类出版物总印张为 3099.23 亿印张, 折合用纸量 717.01 万吨, 与上年相比用纸量增长 5.58%。^[2]数据显示, 虽然传统出版物市场增长空间相对有限, 但是, 市场需要掌握内容资源的传统出版企业积极参与, 融合一定新兴数字化新媒体优势的传统出版类企业拥有极大的上升空间。

而出版企业改革和发展以 2001 年和 2007 年为分水岭, 出现了两次上市的热潮。大部分出版类上市公司借此机会进行了投融资等一系列转变公司经营战略和方向的重大经济运作, 获得了比较显著的成效, 上市给传统出版业公司带来的是全新的机遇和多重挑战。

* 本文系教育部青年社科基金项目“我国文化产业基金运行机制研究”(项目编号: 10YJC860043)的阶段性成果。

本文着眼于现有出版上市公司的经营绩效,通过 2012 年第三季度财务报告分析各出版类上市公司的经营效益和业绩表现,包括公司的偿债能力、资产营运能力、盈利能力和成长能力等,并结合投资者市场预期、出版公司主营业务等影响因素进行分析和讨论,得出较为公允的评价和结论。

一、经营绩效主要指标分析

上市公司的经营绩效通过众多的财务指标得以体现,财务指标围绕经营绩效这一主题而生,全方位多角度地体现了上市公司的经营运作状况。

1. 偿债能力分析

偿债能力反映企业偿还到期债务的能力,是重要的反映企业财务状况及经营能力的财务指标。本文选取流动比率、速动比率以及资产负债率为标准来衡量上市公司的偿债能力。

流动比率和速动比率从静态分析的角度反映了公司的短期偿债能力。一般而言,流动比率处在 2 及以上,速动比率处在 1 及以上是比较理想的水平,流动和速动比率过高和过低都是不适当的。在 11 个上市公司当中,除了天舟文化两项指标略高以外,我国出版业上市公司的两项比率处于较稳健的水平。而考虑到天舟文化是 2010 年年底上市的公司,可能存在大量募集资金沉积,所以两项指标稍有异常也在情理当中。且观察天舟文化从 2010 年的数据到

2012 年第三季度的数据,天舟文化的流动和速动比率一直有所降低,可以判断公司资金运用效率尚可。

资产负债率即公司的负债总额与资产总额的比,综合体现了公司经营者对募集资金进行经营活动的情况。11 家上市公司的平均资产负债率接近 34%,亦处于比较稳健的状态,公司偿债能力较强。但在当中,天舟文化的资产负债率最低,从债权人的角度来看,公司在融资时风险较低,但从股东及经营者的角度来看,未免显得有些保守。

整体来看,我国出版业上市公司的流动比率和速动比率两项指标的平均值要高于两市的平均水平,资产负债率适中,说明了出版上市公司具有比较强的偿债能力和较低的投资风险,同时也说明了出版业上市公司在运用募集资金方面存在比较保守、资金沉积的问题。

2. 营运能力分析

营运能力反映企业利用资金的效率。本文选取应收账款周转率及存货周转率为标准来衡量出版业上市公司的营运能力。截至 2012 年 9 月 30 日,11 家出版上市公司的平均应收账款周转率和平均存货周转率分别为 6.22 次和 3.19 次。

从应收账款周转率角度,凤凰传媒明显优于行业平均水准,说明凤凰传媒的收账速度快、平均收账期短、坏账损失较少、资产流动较快、偿债能力也比较强。而天舟文化和出版传媒的数据则较大程

表 1 出版上市公司的经营绩效主要指标

股票名称	偿债能力			营运能力		盈利能力	
	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率(次)	存货周转率(次)	净资产收益率	销售净利率
中文传媒	1.67	1.50	55.37%	7.84	10.89	11.44%	5.51%
大地传媒	2.35	1.59	29.79%	4.92	2.35	7.40%	7.89%
天舟文化	5.74	5.04	15.14%	3.06	2.86	3.36%	8.64%
时代出版	2.69	2.01	27.84%	4.46	2.21	7.65%	11.33%
长江传媒	1.71	1.03	35.55%	5.17	1.65	8.32%	10.17%
中南传媒	2.87	2.46	29.11%	8.36	2.25	7.67%	13.68%
皖新传媒	1.97	1.70	30.20%	4.41	4.34	9.68%	15.02%
凤凰传媒	4.01	3.54	26.02%	17.33	2.25	7.56%	14.19%
出版传媒	2.35	1.67	32.73%	2.68	1.26	2.89%	4.80%
新华传媒	0.76	0.62	55.95%	3.80	2.68	3.12%	6.54%
均 值	2.51	2.12	34.38%	6.22	3.19	6.91%	9.78%

注:1. 数据来源:各公司 2012 年第三季度财务报告。

2. 数据经四舍五入至小数点后两位。

度低于行业平均水平,说明二者可能存在收账能力薄弱、坏账损失积累的问题。

从存货周转率角度,与同行业公司相比,中文传媒的存货周转率有较大优势。除却中文传媒,出版行业平均存货周转率为2.42次,可以发现近半数公司都在行业平均水平之下,表现出出版上市公司的存货流动性和变现性不强的特点。而存货周转水平跟行业整体的流动资金周转能力和流动资产管理能力有着较大关系,说明行业整体资产管理水平有待进一步提高。

作为传统出版行业,上市公司的收入来源主要来自图书发行和出版业务,而不能忽视的是,中文传媒、新华传媒等上市公司擅长的物资销售贸易和广告业务也在上市公司业务收入中占有比较重要的地位。传统出版公司的收入来源呈现出一定程度的多元性的特点,多源自于上市公司以传统的出版和发行图书为主,以其他相关印刷、广告、商贸产业为辅的产业结构。加强多元化经营,突破传统图书出版业高库存的限制,无疑对提高行业整体较低的营运能力,提高行业整体的资金使用效率有着正面影响。

总体来看,除个别公司表现出较高水准,出版行业整体营运能力水平不高,行业整体应加强存货和应收账款管理能力,采取更为积极的销售和经营策略,进一步提高募集资金的使用效率,减少存货营运资金占用量。

3. 盈利能力分析

盈利能力反映企业获取利润的能力。本文选取了净资产收益率和销售净利率这两大经典指标来衡量上市公司的盈利能力。截至2012年9月30日,出版上市公司的平均净资产收益率为6.91%,销售净利率为9.78%。

净资产收益率是净利润比平均股东权益,考量的是上市公司股东权益的收益水平,指数越高,股东投资收益越多。出版业上市公司净资产收益率达到6.91%,说明上市公司的盈利能力勉强尚可。其中,以中文传媒为代表的上市公司获利能力较强,以11.44%的净资产收益率领跑全行业,新华传媒、

出版传媒及天舟文化则表现稍弱。

销售净利率该指标反映每一元销售收入带来的净利润的多少,表示的是销售收入的收益水平。出版行业整体水平良好,行业平均销售净利率达到9.78%,皖新传媒的表现尤其突出,处于行业领先水平。出版传媒表现欠佳,销售净利率仅4.80%,大大低于行业平均水平。主要原因在于北方图书城搬迁对图书销售的不利影响以及辽宁中小學生数量下降以及循环使用教材导致的教材教辅销售量下降。

从盈利的角度来看,传统出版业上市公司的主营业务产品大部分集中于教辅教材和青少年图书,其中,教材教辅是出版上市公司赖以生存发展的收入来源。

一方面,教材教辅的出版、发行是支持传统出版业持续发展的坚实基础。2011年,课本的出版总印数占到了我国所有图书出版总印数的44.65%。^[3]另一方面,主营业务产品的单一性也透露出我国传统出版产业利润来源的单一性和对提振消费者需求能力的缺乏。受制于当今中国图书市场这个并非需求带动生产和销售的市场环境下,出版业上市公司创造新经济增长点,制约了上市公司的盈利能力。

4. 成长能力分析

成长能力主要指上市公司未来发展趋势和速度,具体包括公司规模、利润、所有者权益的变化,综合全面地反映了公司未来的竞争力和发展前景。本文挑选最具代表性的主营业务收入增长率和净利润增长率为指标来衡量出版业上市公司的成长性。

从主营业务增长率的角度,中文传媒以132.76%的数据领先于全行业水平。从中文传媒2011年和2012年最新的数据来看,其主营业务收入增长率都在100%以上,最高时曾达到329%。中文传媒的营收大幅增长的原因在于公司各业务板块的“五跨”发展带动营收全面提升——“五跨”即指新闻出版总署于2009年下发的《关于加快出版传媒集团改革发展的指导意见》(下称《指导意见》)提到的:跨媒体、跨地区、跨行业、跨所有制、跨国界。而长江传媒是通过原ST源发资产重组而来,公司主营业务、资产利润构成均发生重大变化,故主

表 2 2011—2012 年期刊的平均拥有量

股票名称	主营业务收入增长率	净利润增长率
中文传媒	132.76%	0.49%
大地传媒	17.50%	3.73%
天舟文化	12.60%	-39.89%
时代出版	26.07%	11.93%
长江传媒	44.44%	51.62%
中南传媒	15.80%	11.71%
皖新传媒	24.94%	39.96%
凤凰传媒	10.18%	49.37%
出版传媒	-11.41%	-23.68%
新华传媒	-17.17%	-27.13%
均 值	25.57%	7.81%

注: 1. 数据来源: 各上市公司 2012 年第 3 季度报表。其中, 长江传媒及凤凰传媒第三季度报表并未披露相关数据, 故采用半年报数据。

2. 数据经四舍五入至小数点后两位。

营业务增长率较高。出版传媒和新华传媒则以负增长在行业中垫底, 且出版传媒自 2011 年以来一直保持负增长趋势, 前景堪忧。新华传媒的弱势原因主要是传统广告主业因经济减速而产生的下滑趋势, 且公司正在进行的组织架构调整、新业务的开展也对传统业务有所影响。

在保持传统主营图书出版发行业务的良好势头的同时, 上市公司面对数字媒体、新媒体的新潮流也相应做出了反应: 中文传媒与江西出版集团共同筹建了江西新媒体出版有限公司, 希望在云出版、在线教育方向取得突破性进展。中南传媒则在建设数字社区、数字教学以及数字资源方面取得良好的效果, 加快了自身的产业结构改革和升级。

在注重科技创新、积极推进出版产业数字化进程中, 传统新闻出版业加快转型已经成为不可逆转的趋势。毫无疑问, 在评价上市公司成长能力方面, 公司是否拓展新媒体业务, 是否顺应信息时代的潮流、满足人民群众日益增长的数字化和速食化的信息获取要求, 将成为重要考量因素。

从净利润增长率的角度, 长江传媒和凤凰传媒的表现出类拔萃, 增长率达 51.62% 和 49.37%, 出版传媒、新华传媒和天舟文化三家公司出现了负增长, 分别达到 -23.68%、-27.13% 和 -39.89%。从 2011 年年报的财务数据来看, 出版传媒、新华传媒两家公

司的净利润增长率均为负值, 成长能力受限。长江传媒则得益于其重大资产重组之后资金消化和公司经营方向转变, 主营业务增长率及净利润增长率较高。此外, 中文传媒的净利润增长率为 0.49%, 与其较高的主营业务增长率严重不符, 其原因主要在于毛利率和投资收益率的下降以及财务费用的上升。

从利润来源所在地区角度来看, 出版上市公司的主要利润来源都在国内, 且大部分公司有自己优势集中的省市地区。地区集中式的规模优势显示了当今中国出版业的一大困境: 地区垄断。地区性的垄断优势一方面阻挡了外来出版公司的经营发展, 一方面也因难以舍弃垄断地区经济利益, 从而妨碍了公司自身的向外扩张能力。另一困境则是上市公司的国际市场占有率、国际利润来源甚微。在《指导意见》中, 强调要扩大对外交流, 积极实施文化“走出去”战略; 强调利用国际国内两种资源和市场, 打造具有国际竞争力和国际影响力的出版传媒公司和交易平台; 鼓励出版业上市公司拓展国外市场。尽管坐拥国家和地区政策支持, 但根据 2011 年上述公司的上市公司年报, 没有任何一家公司在国际市场的收入超过总收入的 5%。可见我国传统出版业在拓展国际市场、拓宽国际营销渠道上仍然有很长一段路要走。

整体来看, 与两市平均水平相比, 大部分公司的成长能力勉强及格, 但公司之间差距较大, 成长能力良莠不齐, 主要是受上市时间先后、公司经营水平以及公司跨地区规模化发展水平的影响。

二、市场预期分析

市场预期的指标包括市盈率、市净率、市销率、市现率等指标, 体现了市场对公司股票的估值高低。本文挑选出最有代表性的市盈率和市净值作为衡量标准, 对 10 个出版业上市公司进行市场预期分析。

市盈率, 即在 1 年的期间内, 股票价格与每股收益的比。是投资者最常用来估量股票投资价值的指标之一。市净率指的是每股股价与每股净资产的比率。

表3 出版上市公司的市场预期指标

股票名称	市盈率	市净率	股票名称	市盈率	市净率
行业均值	22.81	2.27	--	--	--
行业中值	23.79	2.04	--	--	--
中文传媒	16.12	2.04	皖新传媒	24.71	2.43
大地传媒	29.36	2.56	凤凰传媒	23.79	1.92
天舟文化	43.13	2.73	出版传媒	50.7	2.04
时代出版	17.66	1.58	新华传媒	28.77	2.07
长江传媒	22.20	2.18	中南传媒	19.75	1.95

注：1. 数据来源：中证指数有限公司，行业市盈率，个股市盈率，截至2012年11月16日。

2. 行业均值来自中证指数；A股全市场行业市盈率：书、报、杂志、资料出版业的最近一个月平均市盈率。

3. 数据经四舍五入至小数点后两位。

1. 市盈率分析

2011年，上海A股的年平均市盈率为13.68，2012年最新数据为10.87倍（截至2012年11月16日），2011年深圳A股的平均市盈率约为26.26，2012年则降至20.51倍。如表3所示，至2012年第三季度，我国传统传媒业上市公司的行业平均市盈率高于市场平均水平。由此可见机构投资者对我国传统出版业上市公司有着良好的市场预期。其中，以天舟文化、出版传媒为代表的上市公司更是有着超高的市盈率水平，充分说明市场对其的高估值。而时代出版以及中文传媒的市盈率偏低，但仍然高于市场平均水平。

2. 市净率分析

2011年，上海A股的平均市净率为1.87，深圳A股为2.87。2012年最新市净率（截至2012年11月16日）与之相比有所下降。2012年上海A股的最新市净率为1.47，深圳A股为2.18。与市场平均水平相较，我国传统出版业上市公司的市净率明显较高，充分表示了投资者对出版业上市公司的良好预期，但同时也反映了出版业上市公司对机构投资者具有的投资风险较市场平均水平高。

三、结 论

2001年前后，我国掀起了出版业公司上市热潮，一大批出版公司借此机会改制重组，跻身于上市公司之列，到今天已经走过了10多年的历程。本文选取的10家图书出版公司基本代表了图书出版行业的发展现状。

总体上来看，图书出版行业的上市公司运营情况良好，偿债能力高于沪深两市的平均水平。回溯几年的数据来看，该类上市公司总体运行平稳，具有较好的抗风险能力。这一方面来源于政策壁垒的设置，该类上市公司通常都是进行本区域的垄断经营，政策上的垄断保证了该类上市公司的经营业绩；另一方面，上市公司的主业都集中在教材教辅类书籍，这类书籍具有相对稳定的销售量，基本保证了上市公司的业绩，对抗市场波动的能力相当强。

因此，在政策壁垒和稳定的教材教辅类书籍销售额的双重保护之下，上市公司的经营绩效就和上市公司本身的运营水平关系甚大。由于上市公司的运营水平存在差异，就导致了各上市公司在资金使用效率、存货周转率等方面存在着较大差异。这些差异在一定程度上影响了上市公司的盈利。

但是由于政策壁垒和业绩的相对稳定性，市场还是给予该类上市公司较好的估值，即具有高于市场平均水平的市盈率和市净率。另一方面，给予较高估值还在于该类上市公司未来发展仍然具有较大的想象空间。该类上市公司基本都是行业内的领先企业，随着市场化改革的不断深入，企业的发展空间会逐渐增大，这对于行业内的领先企业尤其是龙头企业无疑是利好。而随着新媒体技术的不断发展，数字出版有望成为出版业新的利润增长点，出版业也会与动漫、影视等行业不断融合，从而不断拓展出新的发展空间。

（作者单位：对外经济贸易大学公共管理学院）